



**PENGARUH PENGUMUMAN PENERBITAN SUKUK  
SERTA KARAKTERISTIK PERUSAHAAN  
TERHADAP REAKSI PASAR  
(Studi pada Perusahaan yang Menerbitkan Sukuk dan  
*Listing* di BEI Periode 2009-2017)**

**SKRIPSI**  
**Untuk memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi  
pada Universitas Negeri Semarang**

**Oleh**  
**Titi Asih Winarti**  
**NIM 7311414037**

**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG  
2018**



**PENGARUH PENGUMUMAN PENERBITAN SUKUK  
SERTA KARAKTERISTIK PERUSAHAAN  
TERHADAP REAKSI PASAR  
(Studi pada Perusahaan yang Menerbitkan Sukuk dan  
*Listing* di BEI Periode 2009-2017)**

**SKRIPSI**  
**Untuk memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi  
pada Universitas Negeri Semarang**

**Oleh**  
**Titi Asih Winarti**  
**NIM 7311414037**

**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG  
2018**

## PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : Kamis

Tanggal: 5 Juli 2018

Mengetahui,

Ketua Jurusan Manajemen



Rini Setyo Watiastuti, S.E., M.M.

NIP. 197610072006042002

Pembimbing

Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si.

NIP. 197001062008121001

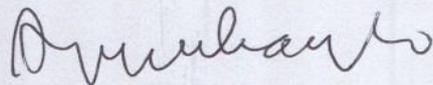
## PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas  
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : **Jumat**

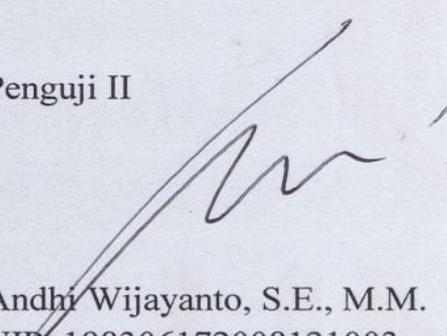
Tanggal: **20 Juli 2018**

Penguji I



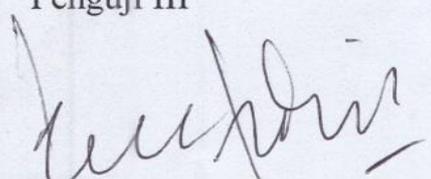
Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M.  
NIP. 197507262000121001

Penguji II



Andhi Wijayanto, S.E., M.M.  
NIP. 198306172008121003

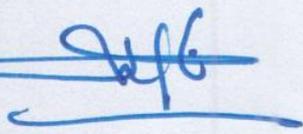
Penguji III



Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si.  
NIP. 197001062008121001

Mengetahui,

Dekan Fakultas Ekonomi



Drs. Heri Yanto, M.B.A., Ph.D.  
NIP. 196307181987021001

## PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Titi Asih Winarti

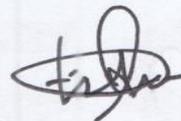
NIM : 7311414037

Tempat Tanggal Lahir: Kebumen, 7 Juli 1996

Alamat : Setrojenar RT 02/01, Buluspesantren, Kebumen

menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan peraturan yang berlaku.

Semarang, 5 Juli 2018



Titi Asih Winarti

NIM. 7311414037

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

### Motto

Tak wajar bagi orang yang bodoh berdiam diri atas kebodohnya, dan tak wajar bagi orang yang berilmu berdiam diri atas ilmunya (HR. Ath-Thabrani).

Yakinlah ada sesuatu yang akan menantimu selepas banyak kesabaran yang kau jalani yang akan membuatmu terpana hingga kau lupa pedihnya rasa sakit (Imam Ali Ibn Abi Thalib).

Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan, maka apabila kamu sudah selesai dalam suatu urusan, lakukanlah dengan sungguh-sungguh urusan yang lain. Dan hanya kepada Tuhanmulah hendaknya kamu berharap. (Q.S. Al-Insyiroh:6-8)

### Persembahan

1. Untuk Bapak Iskandar dan Ibu Musripah selaku orang tua penulis yang selalu memberikan doa, dukungan, motivasi serta segala limpahan kasih sayang.
2. Untuk kakak dan adikku yang selalu memberikan semangat kebahagiaan.

## PRAKATA

Segala puji hanya bagi Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, taufiq, dan hidayah-Nya, sehingga penulis diberikan izin dan kemudahan dalam menyelesaikan Skripsi yang berjudul “Pengaruh Pengumuman Penerbitan Sukuk serta Karakteristik Perusahaan terhadap Reaksi Pasar (Studi pada Perusahaan yang Menerbitkan Sukuk dan *Listing* di BEI Periode 2009-2017).”

Penulis menyadari bahwasanya skripsi ini tidak dapat tersusun dengan baik tanpa bantuan dari berbagai pihak, oleh karena itu, penulis menyampaikan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. Fathur Rohman, M.Si., Rektor Universitas Negeri Semarang atas kesempatan yang telah diberikan kepada penulis untuk dapat menyelesaikan studi di Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto, MBA., PhD., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kemudahan administrasi dalam perijinan pelaksanaan penelitian.
3. Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M., Ketua Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kemudahan administrasi dalam perijinan pelaksanaan penelitian.
4. Dra. Palupiningdyah, M.Si., dosen wali yang telah banyak memberikan arahan, nasihat dan motivasi kepada penulis selama menajalankan studi.

5. Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si., Dosen Pembimbing Skripsi yang telah memberikan bimbingan, arahan, dan saran kepada penulis selama penyusunan skripsi.
6. Dr. Arief Yulianto, S.E., M.M. dan Andhi Wijayanto, S.E., M.M. selaku dosen penguji yang telah memberikan saran dan masukan.
7. Bapak dan Ibu dosen Jurusan Manajemen yang dengan ikhlas membekali banyak ilmu kepada penulis selama menempuh studi.
8. Rekan-rekan Jurusan Manajemen Unnes angkatan 2014 terima kasih atas bantuan dan dukungannya.
9. Eksis FE Unnes dan Kewirausahaan FE Unnes yang telah memberi banyak pengalaman, kebersamaan, dan kerjasama.
10. Saudari-saudariku penghuni Kost Fikrul Mustanir, Kak Putri, Tari, Yani, Menik, Amirah, Nidaa, Sonia, dan Kiki yang memberikan motivasi, semangat dan hiburan agar peneliti dapat menyelesaikan penelitian skripsi ini.
11. Teman-teman Muslimah Inspira yang telah memberi banyak inspirasi, pengalaman dan kerja tim.
12. BMI Community Semarang yang telah mengajarkan perjuangan karena Allah SWT.
13. Mbak Rina, Mbak Fatma, Mbak Titik, Mbak Yuni yang selalu memotivasi dan mendoakan penulis.
14. Dwi Agustina dan Umi Fadiyah yang selalu kebersamai penulis sejak awal kuliah. Terima kasih atas kebersamaannya.

15. Saudara-saudaraku Abdul, Nurul, Alfa, dan Idos yang senantiasa memotivasi penulis dalam penulisan skripsi ini.
16. Teman-teman KKN Harjowinangun, terkhusus Shella, Edung, dan Jasmine yang memberikan motivasi, semangat dan hiburan agar peneliti dapat menyelesaikan penelitian skripsi ini.
17. Semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan skripsi ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Akhir kata, penulis berharap Allah SWT membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu dan semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat dan kontribusi bagi semua pihak pada umumnya dan bagi mahasiswa Fakultas Ekonomi pada khususnya.

Semarang, Juli 2018

**UNNES** Penulis  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

## SARI

**Winarti, Titi Asih.** 2018. Pengaruh Pengumuman Penerbitan Sukuk serta Karakteristik Perusahaan terhadap Reaksi Pasar (Studi pada Perusahaan yang Menerbitkan Sukuk dan *Listing* di BEI Periode 2009-2017). Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si.

**Kata Kunci:** Pengumuman penerbitan sukuk, *size*, *leverage*, *book to market ratio*, reaksi pasar

Pengumuman penerbitan sukuk merupakan informasi yang dapat digunakan untuk proses pengambilan keputusan investasi. Jika investor saham benar-benar memanfaatkan informasi pengumuman sukuk, maka akan berdampak pada perubahan harga saham dan dikatakan terjadi reaksi pasar. Karakteristik perusahaan juga merupakan faktor yang memengaruhi reaksi pasar. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui adanya pengaruh pengumuman penerbitan sukuk dan karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar.

Pendekatan penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Populasi penelitian adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk dan *listing* di BEI periode 2009-2017. Sampel berdasarkan metode *purposive sampling* ada 30 peristiwa penerbitan sukuk. Penelitian ini merupakan *event study* dengan periode jendela selama 21 hari. *Abnormal return* dihitung menggunakan metode *market adjusted model*. Reaksi pasar diukur dengan menggunakan CAAR. Data harga penutupan saham harian dan IHSG dikumpulkan dengan metode dokumentasi. Metode analisis data yang digunakan adalah uji *paired samples test* dengan program SPSS 23. Penelitian ini juga dilakukan untuk menguji pengaruh *size*, *leverage*, dan *book to market ratio* terhadap *abnormal return*. Data yang digunakan adalah laporan keuangan triwulan. Pendekatan yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda menggunakan program Eviews 9.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk. Secara parsial variabel *book to market ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *abnormal return*., sedangkan *size* dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*.

Simpulan dari penelitian ini adalah terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk. Reaksi pasar tidak hanya dipengaruhi informasi tertentu saja. *Book to market ratio* juga memengaruhi reaksi pasar. Dalam mengambil keputusan investasi, seorang investor harus peka terhadap informasi maupun karakteristik perusahaan yang dapat memengaruhi reaksi pasar.

## **ABSTRACT**

**Winarti, Titi Asih.** 2018. *“The Influence of the Announcement of Sukuk Issuance and Firms Characteristics to the Market Reaction (Study on Firm that Announced The Sukuk Issuance and Listing on the Indonesia Stock Exchange Period 2009-2017)”*. Thesis. Management Department. Economics Faculty. Universitas Negeri Semarang. Supervisor: Moh. Khoiruddin, S.E., M.Si.

**Keywords:** *Announcement of sukuk issuance, size, leverage, book to market ratio, market reaction*

*The announcement of sukuk issuance is becoming an information that can be used for the decision making process for investing. If stock investors really take advantage of the announcement information sukuk, then the announcement will impact the stock price changes and market reaction is said to occur. The purpose of this study is to know about the influence of the announcement of sukuk issuance and firms characteristics to the market reaction.*

*This is a quantitative research. Population of this study is all of firm that announced the sukuk issuance and listing on the Indonesia Stock Exchange period 2009-2017. The samples were based on purposive sampling's method, there are 30 events of sukuk issuance. This study is an event study with the window's period as long as 21 days. Abnormal return calculated with method of market adjusted model. The market's reaction is measured with using CAAR. The closing daily data of stock's price and Indonesia Composite Index are collected by documentation's method. The data analysis method is used in this study is paired samples test using SPSS 23 program. This study also analyze the influence of size, leverage, and book to market ratio to the abnormal return. The data used is quarterly financial statements. The analysis models used in this research are multiple regression analysis using Eviews 9 program.*

*The study's results showed that there is significant difference between the previous and forward the announcement of sukuk issuance. Partially, book to market ratio have significant negative influence to the abnormal return, while size and leverage has no influence to the abnormal return.*

*This study concludes that there is the difference of market reaction before and after announcement of sukuk issuance. Market reaction is not only influenced by certain information. Book to market ratio also influence the market reaction. In taking an investment, an investor must be sensitive to information and characteristic companies to influence market reaction.*

## DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL .....	i
HALAMAN JUDUL.....	i
PERSETUJUAN PEMBIMBING.....	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
PENGESAHAN KELULUSAN .....	ii
PERNYATAAN.....	iii
MOTTO DAN PERSEMBAHAN .....	v
PRAKATA.....	vi
SARI.....	ix
<i>ABSTRACT</i> .....	x
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xvi
DAFTAR GAMBAR .....	xviii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xix
BAB I PENDAHULUAN .....	1
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Identifikasi Masalah .....	10
1.3. Cakupan Masalah .....	10
1.4. Rumusan Masalah .....	10
1.5. Tujuan Penelitian.....	11
1.6. Manfaat Penelitian.....	11
1.7. Orisinalitas Penelitian .....	12

BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN .....	14
2.1. Kajian Teori Utama ( <i>Grand Theory</i> ) .....	14
2.1.1. Teori <i>Efficiency Market Hypotesis</i> (EMH) .....	14
2.2. Kajian Variabel Penelitian.....	18
2.2.1. <i>Event Study</i> Pengumuman Penerbitan Sukuk.....	18
2.2.2. <i>Size</i> .....	20
2.2.3. <i>Leverage</i> .....	20
2.2.4. <i>Book to Market Ratio</i> .....	21
2.2.5. Reaksi Pasar .....	22
2.2.5.1. <i>Return</i> .....	22
2.2.5.2. Macam-Macam <i>Return</i> .....	22
2.2.5.3. <i>Abnormal Return</i> .....	23
2.2.5.4. <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> (CAAR) .....	23
2.2.5.5. Model Perhitungan <i>Abnormal Return</i> .....	23
2.2.5.6. <i>Event Study</i> .....	25
2.2.5.7. Jenis <i>Event Study</i> .....	26
2.2.5.8. Struktur <i>Event Study</i> .....	27
2.3. Kajian Penelitian terdahulu .....	28
2.4. Kerangka Berpikir .....	33
2.4.1. Pengaruh Pengumuman Penerbitan Sukuk terhadap Reaksi Pasar.....	33
2.4.2. Pengaruh <i>Size</i> terhadap Reaksi Pasar .....	34
2.4.3. Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Reaksi Pasar .....	35
2.4.4. Pengaruh <i>Book to Market Ratio</i> terhadap Reaksi Pasar .....	36

2.5. Hipotesis Penelitian.....	38
<b>BAB III METODE PENELITIAN.....</b>	<b>39</b>
3.1. Jenis dan Desain Penelitian .....	39
3.2. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel.....	40
3.2.1. Populasi .....	40
3.2.2. Sampel .....	40
3.3. Operasional Variabel Penelitian .....	41
3.3.1. Variabel Independen .....	41
3.3.1.2. <i>Size</i> .....	42
3.3.1.3. <i>Leverage</i> .....	42
3.3.1.4. <i>Book to Market Ratio</i> .....	43
3.3.2. Variabel Dependen.....	43
3.3.2.1 Reaksi Pasar .....	43
3.4. Teknik Pengumpulan Data .....	44
3.5. Teknik Pengolahan dan Analisis Data .....	45
3.5.1. Metode Pengujian.....	45
3.5.1.1. <i>Event Study</i> .....	45
3.5.1.2. Analisis Regresi .....	48
3.5.2. Uji Statistik Deskriptif.....	49
3.5.3. Uji Asumsi Klasik .....	49
3.5.3.1. Uji Normalitas untuk <i>Event Study</i> .....	49
3.5.3.2. Uji Normalitas untuk Regresi .....	50
3.5.3.3. Uji Multikolinieritas.....	50

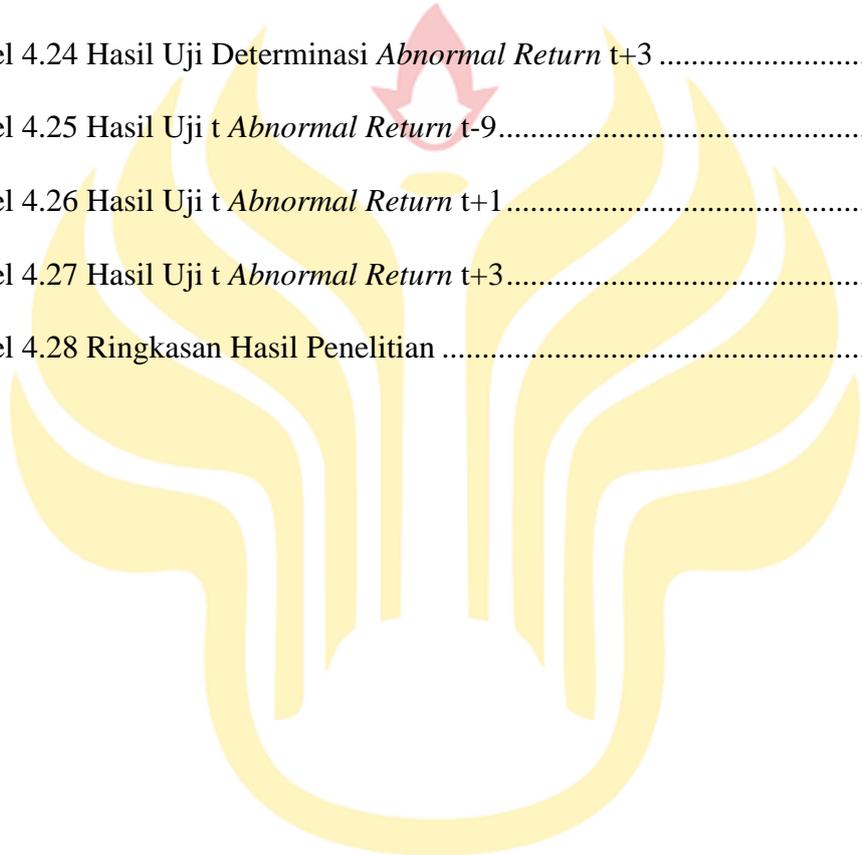
3.5.3.4. Uji Heteroskedastisitas.....	51
3.5.3.5. Uji Autokorelasi.....	51
3.5.4. Pengujian <i>Event Studies</i> .....	51
3.5.4.1. Uji <i>Paired Samples Test</i> .....	51
3.5.5. Analisis Regresi.....	52
3.5.5.1. Uji F ( <i>Overall Significance Test</i> ).....	52
3.5.5.2. Koefisien Determinasi .....	53
3.5.5.3. Uji Hipotesis .....	53
<b>BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN</b> .....	<b>54</b>
4.1. Hasil Penelitian .....	54
4.1.1. Deskriptif Penelitian .....	54
4.1.2. Statistik Deskriptif .....	56
4.1.2.1. Statistik Deskriptif CAAR .....	56
4.1.2.2. Statistik Deskriptif Variabel Regresi .....	57
4.1.3. Uji Asumsi Klasik .....	56
4.1.3.1. Uji Normalitas.....	59
4.1.3.2. Uji Multikolinieritas .....	62
4.1.3.3. Uji Heteroskedastisitas.....	63
4.1.3.4. Uji Autokorelasi.....	64
4.1.4. Hasil Uji <i>Paired Samples Test</i> .....	66
4.1.4.1. Uji <i>Paired Samples Test</i> CAAR .....	66
4.1.5. Hasil Regresi.....	67
4.1.6. Uji F ( <i>Overall Significance Test</i> ) .....	70

4.1.7. Koefisien Determinasi .....	72
4.1.8. Uji Hipotesis .....	74
4.1.9. Ringkasan Hasil Penelitian .....	75
4.2. Pembahasan .....	76
4.2.1. Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Reaksi Pasar .....	76
4.2.2. <i>Size</i> dan Reaksi Pasar .....	77
4.2.3. <i>Leverage</i> dan Reaksi Pasar .....	79
4.2.4. <i>Book to Market Ratio</i> dan Reaksi Pasar .....	79
BAB V PENUTUP.....	81
5.1. Simpulan .....	81
5.2. Saran.....	81
DAFTAR PUSTAKA .....	83
LAMPIRAN .....	89

## DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 <i>Research Gap</i> .....	9
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu .....	28
Tabel 4.1 Perusahaan yang Memenuhi Kriteria.....	54
Tabel 4.2 Daftar Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk .....	55
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> .....	56
Tabel 4.4 Statistik Deskriptif <i>Abnormal Return</i> t-9 .....	57
Tabel 4.5 Statistik Deskriptif <i>Abnormal Return</i> t+1 .....	57
Tabel 4.6 Statistik Deskriptif <i>Abnormal Return</i> t+3 .....	57
Tabel 4.7 Hasil Uji Normalitas <i>Cumulative Average Abnormal Return</i> .....	60
Tabel 4.8 Hasil Uji Multikolinieritas .....	63
Tabel 4.9 Hasil Uji ARCH <i>Abnormal Return</i> t-9.....	64
Tabel 4.10 Hasil Uji ARCH <i>Abnormal Return</i> t+1.....	64
Tabel 4.11 Hasil Uji ARCH <i>Abnormal Return</i> t+3.....	64
Tabel 4.12 Hasil Uji <i>Durbin-Watson Abnormal Return</i> t-9.....	64
Tabel 4.13 Hasil Uji <i>Durbin -Watson Abnormal Return</i> t+1 .....	65
Tabel 4.14 Hasil Uji <i>Durbin-Watson Abnormal Return</i> t+3.....	65
Tabel 4.15 Hasil Uji <i>Paired Samples Test CAAR</i> .....	66
Tabel 4.16 Hasil Uji Regresi <i>Abnormal Return</i> t-9 .....	67
Tabel 4.17 Hasil Uji Regresi <i>Abnormal Return</i> t+1.....	68
Tabel 4.18 Hasil Uji Regresi <i>Abnormal Return</i> t+3.....	69
Tabel 4.19 Hasil Uji F <i>Abnormal Return</i> t-9.....	70

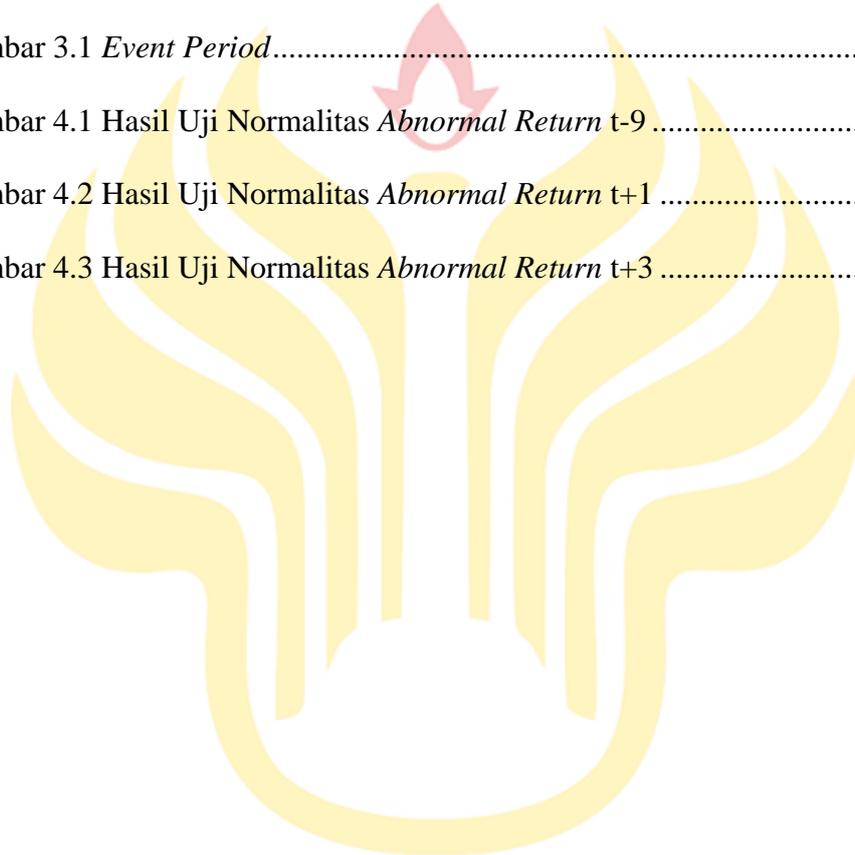
Tabel 4.20 Hasil Uji F <i>Abnormal Return</i> t+1.....	71
Tabel 4.21 Hasil Uji F <i>Abnormal Return</i> t+3.....	72
Tabel 4.22 Hasil Uji Determinasi <i>Abnormal Return</i> t-9 .....	72
Tabel 4.23 Hasil Uji Determinasi <i>Abnormal Return</i> t+1 .....	73
Tabel 4.24 Hasil Uji Determinasi <i>Abnormal Return</i> t+3 .....	73
Tabel 4.25 Hasil Uji t <i>Abnormal Return</i> t-9.....	74
Tabel 4.26 Hasil Uji t <i>Abnormal Return</i> t+1.....	74
Tabel 4.27 Hasil Uji t <i>Abnormal Return</i> t+3.....	75
Tabel 4.28 Ringkasan Hasil Penelitian .....	76



**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perkembangan Penerbitan Sukuk dan Sukuk yang Masih Beredar ...	
4 Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran.....	37
Gambar 3.1 <i>Event Period</i> .....	46
Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas <i>Abnormal Return</i> t-9 .....	61
Gambar 4.2 Hasil Uji Normalitas <i>Abnormal Return</i> t+1 .....	61
Gambar 4.3 Hasil Uji Normalitas <i>Abnormal Return</i> t+3 .....	62



**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Populasi .....	89
Lampiran 2. <i>Closing Price Selama Event Period</i> .....	91
Lampiran 3. <i>Return Saham Selama Event Period</i> .....	92
Lampiran 4. <i>IHSG Selama Event Period</i> .....	93
Lampiran 5. <i>Return Ekspektasi Market Adjusted Model</i> .....	94
Lampiran 6. <i>Abnormal Return Selama Event Period</i> .....	95
Lampiran 7. <i>AAR dan CAAR Selama Event Period</i> .....	100
Lampiran 8. Hasil Pengolahan Data Pengujian <i>Event Study</i> .....	101
Lampiran 9. Hasil Pengolahan Data Uji Regresi .....	103

## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1. Latar Belakang**

Pasar modal memiliki peran strategis bagi perekonomian nasional. Pasar modal dalam perkembangan ekonomi saat ini memiliki peran penting sebagai salah satu sumber pendanaan eksternal perusahaan dan media investasi bagi masyarakat, selain itu pasar modal juga menjadi daya tarik untuk investor internasional (Song & Rui, 2015). Perusahaan dapat memenuhi kebutuhan dana dengan memilih alternatif sumber dana tambahan yang ada dalam menjalankan aktivitasnya, antara lain melalui saham atau hutang jangka panjang (obligasi). Kedua jenis sumber dana ini memiliki kelebihan dan kekurangan yang harus dipertimbangkan oleh perusahaan karena akan mengubah struktur modal (*capital structure*) yang ada. Perusahaan cenderung memilih penerbitan saham karena karakteristiknya yang lebih fleksibel (tidak ada kewajiban mengikat untuk membayar bunga dan pokok pinjaman) dibandingkan obligasi yang terkesan lebih kaku. Akan tetapi, jika dilihat dari keleluasaan dalam pengambilan keputusan, perusahaan lebih menyukai pendanaan obligasi daripada saham (Pratama, 2013). Investasi dalam obligasi memiliki risiko yang lebih rendah, memberikan tingkat bunga yang tetap atau *floating rate* dan jika aktif melakukan transaksi maka obligasi ini dapat memberikan *gain* atau selisih jual dan beli (Ainurrochma, 2016).

Instrumen investasi di pasar modal tidak hanya instrumen investasi konvensional, namun juga instrumen investasi yang mempunyai prinsip syariah, misalnya obligasi syariah, reksadana syariah, dan saham syariah. Pada era pasar modal sekarang ini, banyak negara Muslim (seperti Arab Saudi, Mesir, Iran, Pakistan, Malaysia dan Indonesia) ikut mewujudkan berbagai bentuk instrumen pasar uang dan modal, baik dalam bentuk *bonds* dan *equity*, maupun dalam bentuk pertukaran uang asing (*sharfu*) (Wahid, 2010). Salah satu produk bisnis yang dapat memberikan nilai lebih dalam investasi yaitu sukuk.

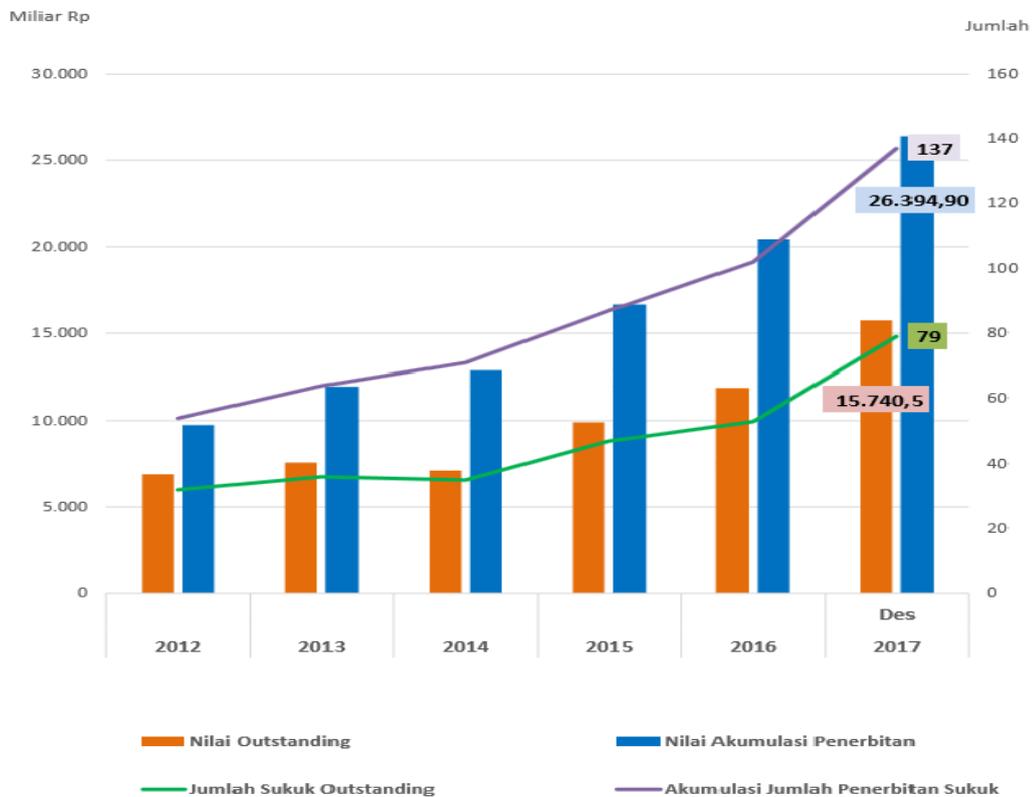
Mayoritas penduduk Indonesia adalah beragama Islam, oleh sebab itu para pengusaha menciptakan inovasi produk yang berprinsip syariah untuk menarik minat masyarakat. Pasar modal juga mendapat pengaruh dari hal yang berhubungan dengan syariah, sehingga mulai berkembanglah efek syariah, salah satunya yaitu obligasi syariah atau yang dikenal dengan istilah sukuk (Srianingsih & Khoiruddin, 2015). Sukuk berbeda dengan obligasi konvensional. Sukuk dengan obligasi konvensional dapat dilihat perbedaannya dari adanya unsur bunga pada obligasi konvensional. Banyak ulama menganggap bahwa bunga dalam obligasi adalah riba, maka instrumen-instrumen yang mempunyai komponen bunga dianggap tidak halal untuk dijadikan sarana investasi. Sukuk merupakan sekuritas yang mirip dengan obligasi, namun pada prinsipnya sukuk lebih menekankan kepada penyertaan modal, bukan akad hutang yang berbasis bunga. (Riyosaputra & Khoiruddin, 2016).

Di pasar modal terdapat dua jenis sukuk yang aktif diperdagangkan, yaitu

sukuk *mudharabah* dan *ijarah*. Sukuk *mudharabah* merupakan sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau kerjasama, dimana satu pihak menyediakan modal (*rab al-maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan kesepakatan yang telah disetujui sebelumnya, sedangkan risiko kerugian ditanggung si pemodal. Sukuk *ijarah* sendiri merupakan sukuk yang menggunakan akad sewa menyewa sehingga kupon (*fee ijarah*) bersifat tetap, dan bisa diperhitungkan sejak awal sukuk diterbitkan (Zubair, 2012).

Perkembangan sukuk di dunia diawali dengan penerbitan *sovereign sukuk* menggunakan struktur *ijarah* pada September 2001 yang diterbitkan oleh pemerintah Bahrain (*Central Bank of Bahrain*) yaitu sebesar USD 100 Juta. Hal tersebut didorong oleh fatwa yang mendukung berkembangnya sukuk yang dikeluarkan oleh *The Islamic Jurisprudence Council* (IJC). Malaysia juga meluncurkan *Global Corporate Sukuk* di pasar keuangan Islam internasional pada tahun yang sama. Inilah sukuk global yang pertama kali muncul di pasar internasional. Penerbitan sukuk di pasar internasional terus bermunculan hingga sekarang berkembang pesat di pasar modal (Wahid, 2010). Hal tersebut menunjukkan bahwa sukuk semakin menjadi pertimbangan investor di pasar modal.

Sukuk korporasi juga terus mengalami perkembangan dari tahun ke tahun di Indonesia. Hal ini mengindikasikan bahwa kepercayaan investor terhadap sekuritas syariah khususnya sukuk terus meningkat di Indonesia. Perkembangan sukuk secara keseluruhan lebih terperinci dapat dilihat pada gambar 1.1 berikut:



Gambar 1.1 Perkembangan Penerbitan Sukuk dan Sukuk yang Masih Beredar  
 Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, Desember 2017

Gambar 1.1 menunjukkan bahwa jumlah dan nilai penerbitan sukuk dari tahun 2012 hingga tahun 2017 mengalami peningkatan. Demikian pula nilai dan jumlah sukuk *outstanding* juga terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Perkembangan ini adalah suatu prestasi yang membanggakan iklim investasi masyarakat Indonesia terhadap sukuk. Kondisi ini menunjukkan bahwa ada kemungkinan di tahun mendatang sukuk akan lebih meningkat lagi.

Informasi yang dibutuhkan investor dapat berasal dari kondisi internal maupun eksternal perusahaan (emiten). Pasar modal yang efisien menunjukkan bahwa pasar akan bereaksi secara cepat terhadap semua informasi yang relevan. Hal ini ditunjukkan oleh perubahan harga saham melebihi kondisi normal,

sehingga menimbulkan *abnormal return* (Zaqi, 2006). Informasi yang dimiliki oleh investor akan tertransformasi dalam bentuk naik-turunnya volume transaksi harian dan frekuensi transaksinya. Informasi yang telah diberikan kepada investor harus dikaji oleh pihak perusahaan. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas yang bersangkutan dimana reaksi ini dapat diukur dengan *abnormal return* (Jogiyanto, 2003).

Informasi dalam pasar modal datangnya tidak dapat diprediksi, sehingga reaksi yang terjadi mengalami pola yang sama. Pasar akan bergerak begitu saja ketika informasi datang. Ketika harga bergerak sesuai dengan informasi yang ada, maka saat itulah pasar modal dikatakan efisien. Pasar modal yang efisien mampu menunjukkan harga saham yang sebenarnya, serta dapat memberikan jaminan kebenaran akan keadaan perekonomian yang ditampilkan (A'immah et al., 2015). Menurut Thaler (1987) pasar modal yang efisien memprediksi bahwa harga saham yang aman harus mengikuti pola pergerakan *random walk*. Penelitian tentang reaksi pasar modal atas akibat dari suatu informasi telah banyak dilakukan. Hal tersebut dilakukan dengan tujuan untuk menemukan keadaan yang sebenarnya dari suatu pasar, pasar tersebut masuk ke dalam pasar efisien atau tidak. Penelitian-penelitian tersebut justru kemudian menemukan hal-hal yang berlawanan dengan konsep pasar modal efisien, yang disebut sebagai anomali (A'immah et al., 2015).

Anomali adalah salah satu bentuk dari fenomena menyimpang yang ada di pasar, pada anomali ditemukan hal-hal yang seharusnya tidak ada apabila pasar efisien dianggap benar-benar ada, artinya suatu peristiwa (*event*) dapat dimanfaatkan seorang investor untuk memperoleh *abnormal return* (Gumanti dan Utami, 2002). Investor menggunakan berbagai strategi investasi agar mendapatkan keuntungan di atas normal (*abnormal return*). Samsul (2006:228) menjelaskan bahwa *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* yang diharapkan atau ekspektasi.

Elton dan Gruber (2005) yang menyatakan bahwa efisiensi pasar modal ditandai dengan informasi baru yang masuk dan respon secara cepat dan tepat yang langsung tercermin pada pergerakan harga saham. Jika harga sekuritas-sekuritas mencerminkan semua informasi yang relevan, maka pasar modal dikatakan efisien. Efisiensi pasar diuji dengan menghitung *return* tidak normal yang terjadi (Budiman, 2015). Gumanti dan Utami (2002) menyimpulkan bahwa seorang investor dimungkinkan untuk memperoleh *abnormal return* dengan mengandalkan suatu peristiwa tertentu.

Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi yang relevan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi. Informasi yang ada pada pasar biasanya semua informasi di masa lalu (misalkan laba perusahaan di masa lalu), maupun informasi saat ini (misalkan rencana kenaikan dividen tahun ini), serta informasi yang bersifat pendapat/opini rasional yang beredar di pasar yang bisa

memengaruhi perubahan harga (Srianingsih & Khoiruddin, 2015). Informasi yang bersifat opini misalnya perusahaan mengumumkan kepada pasar bahwa mereka akan menaikkan dividen sehingga pasar akan merespon positif dengan harapan investor akan mendapatkan dividen dari hasil investasinya. Informasi mengenai pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional tergolong informasi saat ini dan informasi yang bersifat opini. Informasi penerbitan sukuk dan obligasi konvensional akan direspon oleh pelaku pasar. Akan tetapi, pelaku pasar terlebih dahulu akan menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*) (Ningsih & Cahyaningdyah, 2014).

Penerbitan sukuk adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan (Pratama, 2013). Apabila informasi diterbitkannya sukuk oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar maka akan tercermin dalam perubahan harga saham yang akan menghasilkan selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang sesungguhnya. Informasi mengenai pengumuman penerbitan sukuk akan direspon oleh investor. Jika investor memanfaatkan informasi tersebut dalam pengambilan keputusan investasinya, maka pengumuman tersebut akan berdampak pada perubahan harga, yang artinya bahwa pasar akan bereaksi dan dapat diukur dengan menggunakan *abnormal return*. *Abnormal return* terjadi ketika sejumlah investor mampu mendapatkan *return* di atas normal karena kecepatan dalam mendapatkan dan mengelola informasi menjadi keputusan investasi di pasar modal (Faizati & Khoiruddin, 2014). Akan tetapi, terkadang ada

investor yang memiliki kemampuan terbatas dalam mengartikan informasi yang diterima, sehingga sering kali mereka melakukan keputusan yang salah yang akibatnya sekuritas bersangkutan di nilai secara tidak tepat (Romadanti & Khoiruddin, 2016).

Para investor juga akan melihat sejauh mana perkembangan dalam perusahaan tersebut dalam mengambil keputusan investasi. Salah satu yang dapat dilihat oleh investor yaitu laporan keuangan yang telah dipublikasi dalam pasar modal oleh perusahaan. Oleh karena itu, laporan keuangan menjadi sangat penting karena akan mencerminkan sejauh mana perusahaan tersebut berkembang, seberapa besar pertumbuhan perusahaan, dan sejauh mana risiko yang dihadapi perusahaan. Laporan keuangan tersebut akan menjadi penentu keputusan investasi yang akan diambil oleh para investor (Hatmoko, 2016).

Penelitian terdahulu mengenai dampak pengumuman penerbitan obligasi terhadap pasar saham telah banyak dilakukan di berbagai negara dan menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Beberapa penelitian terdahulu (Cheng., et al., 2005; Godlewski, et al., 2011) menemukan bahwa penerbitan obligasi memiliki dampak negatif terhadap harga saham. Akan tetapi, di beberapa negara lainnya (Kang et al., 1995; Ahmed et al., 2013), hasil penelitiannya menyatakan bahwa investor pasar saham merespon penerbitan obligasi sebagai berita baik (*good news*) yang dibuktikan dengan adanya imbal hasil (*return*) saham yang positif. Di Indonesia, penelitian mengenai dampak penerbitan sukuk terhadap *return* saham juga sudah pernah dilakukan. Primadani (2013) menemukan bahwa tidak terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman

penerbitan sukuk, sedangkan Ghoniyah et al., (2008) menemukan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk.

**Tabel 1.1 Research Gap**

Variabel X→Y	Peneliti	Hasil Penelitian
Pengumuman penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar	Nunung Ghoniyah, Mutamimah, dan Jenar Widayati (2008)	
	I Made Brian Ganerse dan Anak Agung Gede Suarjaya (2013)	<i>Size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar.
		<i>Size</i> tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar
<i>Leverage</i> terhadap reaksi pasar	Muhammad Ivan Chasera Siregar, Deannes Isynuwardhana (2015)	<i>Leverage</i> berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar.
	Wei Cheng, Nuttawat Visaltanachoti, Puspakaran Kesayan (2005)	<i>Leverage</i> tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar.
<i>Book to market ratio</i> terhadap reaksi pasar	William Agung Wagiri (2013)	<i>Book to market ratio</i> berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar.
	Dery Darusman dan Prasetyo (2012)	<i>Book to Market Ratio</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar.

Hasil penelitian tersebut hasilnya masih berlawanan satu sama lain, sehingga belum didapatkan hasil yang konsisten. Oleh karena itu, penelitian lebih lanjut perlu dilakukan untuk menguji adanya hasil yang tidak konsisten tersebut.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka penelitian ini ditujukan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh reaksi pasar akibat dari pengumuman

penerbitan sukuk dan juga pengaruh *size*, *leverage* dan *book to market ratio* terhadap reaksi pasar.

## 1.2. Identifikasi Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang yang sudah dijelaskan sebelumnya, peneliti menemukan adanya *fenomena gap* dan *research gap* mengenai pengaruh pengumuman penerbitan sukuk dan karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar.

## 1.3. Cakupan Masalah

Cakupan masalah dalam penelitian ini dibatasi pada hal-hal berikut ini :

1. Bidang kajian dalam penelitian ini adalah bidang keuangan, khususnya pada reaksi pasar yang dipengaruhi oleh pengumuman penerbitan sukuk dan karakteristik perusahaan seperti *size*, *leverage*, dan *book to market ratio*.
2. Keluasan masalah dibatasi pada dimensi ruang atau wilayah. Peneliti melakukan penelitian ini pada perusahaan yang menerbitkan sukuk dan sahamnya *listing* di BEI pada periode 2009-2017.

## 1.4. Rumusan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah dan cakupan masalah yang telah dijelaskan di atas, maka peneliti merumuskan perumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk?
2. Apakah terdapat pengaruh *size* terhadap reaksi pasar?
3. Apakah terdapat pengaruh *leverage* terhadap reaksi pasar?
4. Apakah terdapat pengaruh *book to market ratio* terhadap reaksi pasar?

### **1.5. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah yang dibuat, maka peneliti menetapkan tujuan penelitian sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui ada atau tidaknya perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *size* terhadap reaksi pasar.
3. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *leverage* terhadap reaksi pasar.
4. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh *book to market ratio* terhadap reaksi pasar.

### **1.6. Manfaat Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah dan tujuan penelitian yang telah dipaparkan di atas, maka manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

#### **1. Manfaat Teoritis**

Penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi, informasi, dan wawasan tentang reaksi pasar saham. Referensi ini nantinya dapat digunakan sebagai bahan rujukan dalam penelitian selanjutnya.

#### **2. Manfaat Praktis**

Adapun manfaat praktis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

##### **a. Bagi perusahaan**

Hasil penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai ada atau tidaknya pengaruh pengumuman penerbitan sukuk dan karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar.

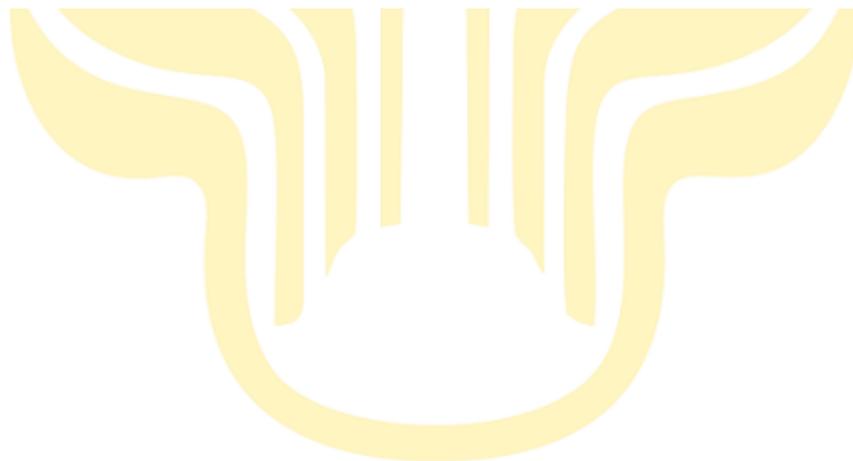
b. Bagi investor

Bagi investor dapat memberikan bukti empiris dan memberikan informasi mengenai pengumuman penerbitan sukuk dan pengaruhnya terhadap reaksi pasar sebagai pertimbangan sebelum pengambilan keputusan investasi.

### 1.7. Orisinalitas Penelitian

Penelitian sejenis yang memiliki tema yang sama juga pernah diangkat oleh peneliti-peneliti sebelumnya. Oleh karena itu, peneliti juga mempelajari penelitian-penelitian tersebut untuk mengambil apa yang dapat dikembangkan untuk penelitian selanjutnya. Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Cheng et al (2005). Cheng et al (2005) menyatakan bahwa pengumuman penerbitan obligasi konversi terhadap harga saham yang diukur dengan *average abnormal return* (AAR) dan *cumulative average abnormal return* (CAAR) adalah negatif di pasar modal Jepang. Penelitian tersebut juga menyatakan bahwa *size* dan *book to market ratio* berpengaruh negatif terhadap *cumulative average abnormal return*, berkebalikan dengan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *cumulative average abnormal return*. Peneliti tertarik melakukan penelitian tentang pengaruh pengumuman penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar. Peneliti juga ingin membuktikan faktor-faktor lain di luar pengumuman penerbitan sukuk dan pengaruhnya terhadap reaksi pasar. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terdapat dalam hipotesis 3, yaitu variabel independen yang digunakan di dalam penelitian sebelumnya adalah *size*, *leverage*, dan *DAR (Debt to Asset Ratio)*. Penelitian ini tidak menggunakan

variabel DAR dan mengganti dengan variabel DER (*Debt Equity Ratio*). Variabel DER lebih relevan digunakan dalam penelitian ini karena efek syariah yang menetapkan hutang atas modal. Saham syariah mempunyai struktur modal yang sehat dan tidak terbebani bunga hutang berlebihan, dengan kata lain *DER* masih proporsional. Rasio DER perusahaan yang rendah berpotensi meningkatkan keuntungan emiten dan terhindar dari beban keuangan jangka panjang. Selain itu, penelitian ini juga dilakukan pada penerbitan sukuk pada perusahaan yang *listing* di BEI tahun 2009-2017. Peneliti tertarik untuk meneliti penerbitan sukuk melihat perkembangan sukuk yang terus mengalami kenaikan seperti halnya obligasi.



**UNNES**  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

#### 2.1. Kajian Teori Utama (*Grand Theory*)

##### 2.1.1. Teori *Efficiency Market Hypotesis* (EMH)

###### 2.1.1.1. Konsep Teori *Efficiency Market Hypotesis* (EMH)

Teori *efficiency market* pertama kali ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh Bachelier pada tahun 1900 yang ingin mengetahui apakah harga saham berfluktuasi secara acak atau tidak. Pada tahun 1905 Pearson memperkenalkan pola *random-walk*, namun pada saat itu dikenal sebagai konsep *drumkardwalk*. Akan tetapi, penelitian Bachelier dan konsep *drumkardwalk* milik Pearson diabaikan dan tidak ada studi lebih lanjut sampai tahun 1930-an. Pada tahun 1953, Kendall pertama kalinya menggunakan dan memperkenalkan istilah *random-walk* dalam literatur keuangan (Yalcin, 2010). Fama kemudian membahas beberapa bukti empiris yang mendukung teori *random-walk* dalam disertasi doktornya dan memelopori munculnya teori EMH (*Efficiency Market Hypotesis*) pada tahun 1970. Teori EMH yang diperkenalkan Fama menjadi teori yang cukup populer dan banyak dijadikan sebagai dasar dalam berbagai penelitian belakangan ini.

Menurut Tandelilin (2010) pasar modal yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Konsep pasar yang efisien menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju keseimbangan baru sebagai respon atas

informasi baru yang masuk ke pasar. Proses penyesuaian harga tidak harus berjalan dengan sempurna, tetapi yang dipentingkan adalah harga yang terbentuk tidak bias atau harga tersebut tidak mencerminkan nilai intrinsik dari sekuritas tersebut. Harga keseimbangan akan terbentuk setelah investor sudah sepenuhnya menilai dampak informasi tersebut.

Tandelilin (2010) mengatakan ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien, yaitu ada banyak investor yang rasional dan berusaha memaksimalkan *profit*. Investor-investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisis, menilai, dan melakukan perdagangan saham, di samping itu mereka juga adalah *price taker* sehingga tindakan dari satu investor saja tidak mampu memengaruhi harga dari sekuritas. Investor tersebut juga harus bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut. Jika kondisi di atas terpenuhi, maka harga-harga sekuritas di pasar akan secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi yang memengaruhi harga sekuritas tersebut terjadi secara *random* maka perubahan harga yang terjadi bersifat independen satu dengan yang lainnya dan bergerak secara random pula, artinya perubahan yang terjadi hari ini tidak tergantung kepada perubahan harga yang terjadi di waktu yang lalu karena harga baru tersebut berdasarkan pada reaksi investor terhadap informasi baru yang terjadi secara *random* (Tandelilin, 2010).

## 2.1.1.2. Bentuk Efisiensi Pasar

### 1. Efisiensi Pasar secara Informasi

Tandelilin (2010) menyatakan bahwa, kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan, dan informasi privat.

#### a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar efisien dalam bentuk lemah berarti semua informasi di masa lalu (historis) akan tercermin dalam harga yang terbentuk sekarang. Oleh karena itu, informasi historis tersebut (seperti harga dan volume perdagangan, serta peristiwa di masa lalu) tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Implikasinya adalah bahwa investor tidak akan memprediksi nilai pasar saham di masa datang dengan menggunakan data historis, seperti yang dilakukan dalam analisis teknikal.

#### b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar efisien bentuk setengah kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi yang dipublikasikan (seperti *earning*, dividen, pengumuman penerbitan sukuk, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, dan peristiwa-peristiwa terpublikasi lainnya yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa datang). Pasar efisien bentuk setengah kuat berarti *abnormal return* hanya terjadi

di seputar pengumuman (publikasi) suatu peristiwa sebagai representasi dari respon pasar terhadap pengumuman tersebut. Suatu pasar dinyatakan efisien dalam bentuk setengah kuat bila informasi terserap atau direspon dengan cepat oleh pasar (dalam satu hingga dua spot waktu atau hari di seputar pengumuman). *Abnormal return* yang terjadi berkepanjangan (lebih dari dua spot waktu) mencerminkan sebagian respon pasar terlambat dalam menyerap atau menginterpretasi informasi, dengan demikian pasar tidak efisien dalam bentuk setengah kuat. Jogyanto (2003) mengatakan jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor atau grup dari investor yang dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan *abnormal return* dalam jangka waktu yang lama. Efisiensi bentuk lemah (semua informasi masa lalu) dan setengah kuat (informasi yang baru-baru ini diterbitkan) terjadi karena informasi dianggap telah didistribusikan dan tersedia untuk umum (Soejono, 2017).

### c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar efisien dalam bentuk kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis dan informasi yang dipublikasikan ditambah dengan informasi yang tidak dipublikasikan (*privat*). Pada pasar efisien bentuk kuat tidak akan ada seorang investor pun yang bisa memperoleh *abnormal return*.

Fama (1991) dalam Tandelilin (2010) mengemukakan penyempurnaan atas klasifikasi efisiensi tersebut. Efisiensi bentuk lemah disempurnakan menjadi suatu klasifikasi yang lebih bersifat umum untuk menguji prediktabilitas *return*

(*return predictability*), sedangkan efisiensi bentuk setengah kuat diubah menjadi studi peristiwa (*event studies*) dan pengujian efisiensi pasar dalam bentuk kuat disebut sebagai pengujian informasi privat (*private information*).

## **2. Efisiensi Pasar Secara Keputusan**

Menurut Fama (1970) dalam Tandelilin (2005) efisiensi pasar secara keputusan merupakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat yang didasarkan pada informasi yang didistribusikan. Perbedaan kedua keputusan tersebut adalah jika efisiensi pasar secara informasi hanya mempertimbangkan sebuah faktor saja, yaitu ketersediaan informasi, sedangkan efisiensi pasar secara keputusan mempertimbangkan dua faktor, yaitu ketersediaan informasi dan kecanggihan pelaku pasar.

Penelitian ini hanya sebatas menguji efisiensi pasar secara informasi yaitu bagaimana pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar yang efisien. Informasi yang diteliti dalam penelitian ini adalah pengumuman penerbitan sukuk, maka penelitian ini termasuk dalam pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*).

## **2.2. Kajian Variabel Penelitian**

### **2.2.1. Event Study Pengumuman Penerbitan Sukuk**

Menurut Jogiyanto (2003) *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan

sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi pasar dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Pengumuman peristiwa dapat terjadi *abnormal return* apabila dalam peristiwa tersebut terdapat kandungan informasi. Apabila informasi yang diterima investor diterima secara cepat maka dapat menimbulkan pasar yang efisien, sedangkan apabila investor merespon informasi lama dan berkepanjangan maka pasar dikatakan tidak efisien. Lain halnya dengan pengumuman yang tidak ada kandungan informasi tidak akan terjadi *abnormal return*. *Event study* dalam penelitian ini adalah pengumuman penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar.

### **2.2.2. Size**

*Size* atau ukuran perusahaan merupakan sebuah tolak ukur penilaian mengenai besar kecilnya suatu perusahaan. Dalam artian lain *size* merupakan nilai pasar terhadap sebuah perusahaan. Perusahaan dengan ukuran besar dan perusahaan dengan ukuran yang kecil diukur dari penghitungan harga saham dikalikan dengan jumlah saham yang diterbitkan (Husein & Mahfud, 2015).

*Market Capitalization* menunjukkan nilai kekayaan perusahaan saat ini dengan mengukur *size* dimana perusahaan bisa saja mengalami kegagalan maupun kesuksesan, dengan kata lain *market capitalization* adalah nilai total dari semua *outstanding shares* yang ada. Perhitungan *market capitalization* dapat dilakukan dengan cara mengalikan banyaknya saham yang beredar dengan harga pasar saat ini. Perusahaan dengan ukuran besar hampir bisa dipastikan akan memperoleh keuntungan. Ukuran perusahaan dapat memengaruhi investor dalam mengambil keputusan yang akan berdampak pada faktor risiko bisnis. Lain hal lagi dengan perusahaan berukuran kecil, keuntungan yang didapat akan digunakan untuk melakukan ekspansi sehingga bisa meningkatkan jumlah laba ditahan dan berpengaruh pada pembagian dividen. Hal ini membuat investor tidak tertarik dan enggan melakukan penanaman modal pada perusahaan tersebut (Husein & Mahfud, 2015).

### **2.2.3. Leverage**

*Leverage* adalah rasio yang mengungkapkan seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang dan kemungkinan tidak dapat dipenuhinya utang perusahaan. Salah satu pengukuran *leverage* adalah dengan menggunakan DER

(*Debt to Equity Ratio*). DER adalah rasio yang membandingkan antara total utang dengan total ekuitas. Rasio ini digunakan untuk mengetahui kemampuan ekuitas suatu perusahaan untuk melunasi seluruh kewajibannya dan menggambarkan struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan sehingga dapat melihat struktur risiko tidak tertagihnya utang (Astutik, 2005).

#### **2.2.4. Book to Market Ratio**

*Book to market ratio* digunakan untuk mengukur nilai dari saham. *Book to market ratio* adalah perbandingan antara nilai buku saham suatu perusahaan dengan nilai pasar sahamnya di pasar modal. *Book value* (nilai buku) merupakan nilai yang dihitung berdasarkan pembukuan perusahaan penerbit saham (emiten), sedangkan *market value* (nilai pasar) adalah nilai saham di pasar, yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar (Tandelilin, 2010: 183).

Ang (1997) menyatakan bahwa rasio *book to market* merupakan rasio yang digunakan sebagai indikator untuk mengukur kinerja perusahaan melalui harga pasarnya. Semakin rendah rasio ini menandakan semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para investor. Nilai pasar ditentukan oleh permintaan dan atau penawaran saham yang bersangkutan di bursa, sedangkan nilai buku mencerminkan aktiva bersih yang dimiliki oleh pemegang saham dalam setiap lembar saham yang dimilikinya. Perusahaan yang memiliki rasio *book to market* di bawah satu, menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya.

## 2.2.5. Reaksi Pasar

### 2.2.5.1. Return

Menurut Tandelilin (2010) sumber–sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Pada obligasi besarnya *yield* ditunjukkan dari bunga obligasi yang dibayarkan, sedangkan pada saham *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang diperoleh. *Capital gain (loss)* merupakan kenaikan/penurunan harga suatu surat berharga yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. *Capital gain (loss)* bisa juga diartikan sebagai perubahan harga sekuritas. Dari kedua sumber *return* di atas, maka *return* total suatu investasi dapat dihitung dengan menjumlahkan *yield* dan *capital gain (loss)*, secara matematis dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Return total} = \text{yield} + \text{capital gain (loss)}$$

### 2.2.5.2. Macam-Macam Return

Menurut Jogiyanto (2003) *return* dapat dibagi menjadi dua yaitu *return* realisasi dan *return* ekspektasi:

1. *Return* Realisasi (*Realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja perusahaan, sebagai dasar penentuan *return* ekpektasi dan risiko yang akan datang.
2. *Return* ekpektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang. Berbeda dengan *return*

realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi.

### **2.2.5.3. Abnormal Return**

Menurut Samsul (2006) *abnormal return* adalah selisih antara *actual return* dan *return* yang diharapkan (*expected return*), sedangkan menurut Jogiyanto (2003) yang menyatakan *abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal yang dimaksud adalah *return* ekpektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). *Abnormal return* juga terjadi karena adanya kejadian atau peristiwa tertentu, misalnya hari libur nasional, suasana politik, kejadian-kejadian luar biasa, *stock split*, penawaran perdana, *suspend*, dan lain-lain.

### **2.2.5.4. Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)**

*Cumulative average abnormal return* (CAAR) merupakan kumulatif harian *average abnormal return* (AAR) mulai dari hari pertama sampai dengan hari-hari berikutnya. *Cumulative average abnormal return* (CAAR) harian dapat digunakan untuk mengetahui kecenderungan kenaikan atau penurunan yang terjadi selama *window period*, sehingga dampak positif atau negatif dari peristiwa tersebut terhadap keseluruhan jenis saham yang diteliti juga dapat diketahui. (Samsul, 2006).

### **2.2.5.5. Model Perhitungan Abnormal Return**

Menurut Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2003) terdapat model untuk mengestimasi *return* ekspektasi, yaitu:

### 1. Mean-Adjusted Model

Model ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*). Penggunaan model ini jika pasar adalah efisien dan *return* saham yang bervariasi secara random di sekitar nilai sebenarnya (*true value*), dapat dihitung dengan cara:

$$E(R_i, t) = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{t}$$

Keterangan:

$E(R_i, t)$  = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$  = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

t = lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai dengan t2

### 2. Market Model

Model ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu (1) membentuk model espektasi dengan menggunakan data realisasi periode estimasi, (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mj} + \varepsilon_{i,j}$$

Keterangan:

$R_{i,j}$  = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

$\alpha_i$  = *intercept* untuk sekuritas ke-i

$\beta_i$  = koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas sekuritas ke-i

$R_{mj}$  = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung dengan rumus  $(IHSJ_j + IHSJ_{j-1})/IHSJ_{j-1}$  dengan IHSJ adalah Indeks Harga Saham Gabungan.

$\varepsilon_{i,j}$  = kesalahan residual sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j.

### 3. *Market-Adjusted Model*

Model ini menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut.

Perhitungan *return* dapat dilakukan dengan rumus sebagai berikut:

$$E(R_{i,t}) = \frac{IHSJ_t - IHSJ_{t-1}}{IHSJ_{t-1}}$$

Keterangan:

$E(R_{i,t})$  = *return* ekpektasi sekuritas i pada hari ke-t

$IHSJ_t$  = IHSJ pada hari ke-t

$IHSJ_{t-1}$  = IHSJ pada hari ke-t-1

#### 2.2.5.6. *Event Study*

Menurut Jogiyanto (2003) *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi pasar dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan

menggunakan *abnormal return*. Pengumuman peristiwa dapat terjadi *abnormal return* apabila dalam peristiwa tersebut terdapat kandungan informasi. Apabila informasi yang diterima investor diterima secara cepat maka dapat menimbulkan pasar yang efisien, sedangkan apabila investor merespon informasi lama dan berkepanjangan maka pasar dikatakan tidak efisien. Lain halnya dengan pengumuman yang tidak ada kandungan informasi tidak akan terjadi *abnormal return*.

#### **2.2.5.7. Jenis *Event Study***

Menurut Tandelilin (2010) *event study* menurut peristiwa yang menjadi fokus penelitiannya dapat dibedakan menjadi 4, yaitu:

##### **a. Studi peristiwa konvensional**

Studi ini mempelajari respon pasar terhadap peristiwa yang sering terjadi dan diumumkan secara terbuka oleh emiten di pasar modal. Dampak dari peristiwa ini adalah mudahnya pelaku pasar dalamantisipasi informasi.

##### **b. Studi peristiwa *kluster***

Kelompok mempelajari respon pasar terhadap peristiwa yang diumumkan secara terbuka dan terjadi pada waktu yang sama sehingga berdampak pada kelompok perusahaan tertentu. *Kluster* memiliki bentuk yang beragam dan bersifat relatif sempit hingga besar.

##### **c. Studi peristiwa tak terduga (*unticipated event*)**

Studi ini merupakan varian dari studi peristiwa *klutser*. Studi ini mempelajari respon pasar terhadap peristiwa yang tak terduga. Karakteristik dari studi ini adalah peristiwa yang terjadi bersifat tak terduga.

d. Studi peristiwa berurutan (*sequential Event*)

Studi ini merupakan studi yang mempelajari peristiwa yang terjadi secara berurutan dalam situasi ketidakpastian yang tinggi. Dalam hal ini kecepatan dan ketepatan informasi menjadi kunci dan respon pasar.

**2.2.5.8. Struktur *Event Study***

Menurut Jogiyanto (2010), dalam bukunya menjelaskan bahwa struktur studi peristiwa terdiri dari periode jendela (*window period*) yaitu periode terjadinya peristiwa serta pengaruhnya dan periode estimasi (*estimation period*) untuk mengestimasi *return* ekspektasi.

1. Periode jendela

Menurut Ryngaert dan Netter (1990) dalam Jogiyanto (2010), periode jendela harus sependek mungkin karena lebih mampu menangkap efek signifikan dari peristiwanya. Akan tetapi, ada yang mengatakan bahwa periode estimasi tergantung dari peristiwanya. Periode jendela yang terlalu pendek maupun terlalu panjang mempunyai konsekuensi. Periode jendela yang terlalu pendek kemungkinan tidak akan dapat menangkap peristiwanya secara utuh. Periode jendela harus cukup panjang sehingga peristiwa yang terjadi dan efeknya dapat ditangkap di dalam jendela. Periode jendela yang terlalu panjang juga tidak baik, karena peristiwa lainnya yang mengganggu dapat tertangkap di jendela.

Panjangnya jendela tergantung dari jenis peristiwanya. Jika peristiwanya merupakan peristiwa yang nilai ekonomisnya dapat ditentukan dengan mudah oleh investor contohnya pengumuman laba dan dividen, periode jendela dapat

pendek. Sebaliknya untuk peristiwa yang nilai ekonomisnya sulit ditentukan oleh investor misalnya merger, investor akan membutuhkan waktu yang lama untuk bereaksi sehingga menggunakan periode jendela panjang.

## 2. Periode estimasi

Periode estimasi merupakan periode sebelum periode peristiwa walaupun beberapa penelitian menggunakan periode estimasi dalam periode jendela bahkan setelah periode jendela. Panjang periode estimasi yang umum digunakan adalah berkisar dari 100 hari sampai dengan 250 hari atau selama setahun untuk hari-hari perdagangan dikurangi lamanya periode jendela untuk data harian dan berkisar dari 24 sampai dengan 60 bulan untuk data bulanan.

### 2.3. Kajian Penelitian terdahulu

Penelitian mengenai pengaruh pengumuman penerbitan sukuk dan karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar sebelumnya sudah pernah dilakukan baik di dalam negeri maupun di luar negeri. Penelitian terdahulu dapat membantu menjelaskan keterkaitan atau kesamaan masalah penelitian ini dengan penelitian sebelumnya, secara ringkas penelitian terdahulu dapat dilihat dalam tabel 2.1 berikut:

**Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu**

			Variabel	Hasil
1.	Jun-Koo Kang, Yong-Cheol Kim, Kyung-Joo Park, and Rene M. Stulz (1995)	<i>An Analysis of The Wealth Effects of Japanese Offshore Dollar Denominated Convertible and Warrant Bond Issues</i>	Penerbitan obligasi (X) dan Abnormal Return (Y)	- Pasar bereaksi positif atas adanya pengumuman penerbitan obligasi dalam bentuk <i>offshore dollar-denominated equity-linked debt</i> . Abnormal return berpengaruh positif dan signifikan pada 3 hari sekitar waktu pengumuman

				penerbitan.
2.	Wei Cheng, Nuttawat Visaltanachoti, Puspakaran Kesayan (2005)	<i>A Stock Market Reaction Following Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan</i>	Pengumuman penerbitan sukuk, <i>size, book to market ratio, leverage, average abnormal return (AAR) dan cumulative average abnormal return (CAAR)</i>	- Harga saham mengikuti pengumuman obligasi adalah negatif pada pengumuman <i>convertible bond</i> di pasar modal Jepang. - <i>Size</i> dan <i>book to market ratio</i> memiliki hubungan dengan <i>cumulative average abnormal return</i> , sedangkan <i>leverage</i> tidak berhubungan dengan <i>cumulative average abnormal return</i> .
3.	Ghonyah. dkk (2008)	Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah.	<i>Abnormal return, trading volume activity (TVA)</i>	- Berdasarkan uji beda <i>paired samples test</i> menunjukkan terdapat perbedaan <i>abnormal return</i> dan <i>trading volume activity</i> sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah.
4.	Zeni Alfiani (2009)	Pengaruh <i>profitability, leverage, market value dan firm size</i> terhadap <i>abnormal return</i> saham (studi empiris pada perusahaan LQ45 tahun 2004 -2006 )	- $\Delta$ ROA (X1) - $\Delta$ ROE (X2) - $\Delta$ DER (X3) - $\Delta$ EPS (X4) - $\Delta$ PER (X5) - <i>Firm Size</i> (X6) - <i>Abnormal Return</i> (Y)	- Rasio nilai pasar ( <i>market value ratio</i> ) yang diprosikan dengan variabel perubahan <i>Price Earning Ratio</i> ( $\Delta$ PER) berpengaruh signifikan terhadap <i>abnormal return</i> , sedangkan variabel lain seperti $\Delta$ ROE, $\Delta$ DER, $\Delta$ EPS, dan ukuran perusahaan ( <i>firm size</i> ) tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>abnormal return</i> pada $\alpha$ 5 %.
5.	Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss and Laurent Weill (2011)	<i>Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instrument?</i>	Pengumuman Penerbitan (X) dan CAAR (Y)	- Pasar saham bereaksi secara berbeda terhadap penerbitan sukuk dan obligasi konvensional. Pengumuman penerbitan sukuk memiliki pengaruh negatif terhadap reaksi pasar, sedangkan

				penerbitan obligasi konvensional memiliki dampak netral terhadap kapitalisasi pasar
6.	Dery Darusman dan Prasetyono (2012)	Analisis Pengaruh <i>Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Ratio</i> , dan Momentum terhadap <i>Return</i> Portofolio Saham	<i>Firm size, book to market ratio, price earning ratio</i> , momentum, dan <i>return</i> portofolio	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Firm size</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap <i>return</i> portofolio saham.</li> <li>- <i>Book to Market Ratio</i> berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap <i>return</i> portofolio saham.</li> <li>- <i>Price Earning Ratio</i> berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>return</i> portofolio saham perusahaan.</li> </ul>
7.	Nursilah Ahmad and Syazwani Abd Rahim (2013)	<i>Sukuk Ijarah vs. Sukuk Musyarakah: Investigating Post-Crisis Stock Market Reactions</i>	<i>Event study</i> dan <i>abnormal return</i>	- Reaksi pasar positif signifikan terhadap kedua penerbitan dan asimetris.
8.	Nursilah Ahmad and Sulistya Rusgianto (2013)	<i>Information Content of Post-Crisis Sukuk Announcement in Malaysia</i>	Pengumuman penerbitan sukuk (X) dan <i>abnormal return</i> (Y)	- Ada reaksi pasar yang positif tetapi tidak signifikan terhadap pengumuman sukuk
9.	Resi Primadani (2013)	Reaksi Pasar Saham terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah di Bursa Efek Indonesia	<i>Average abnormal return</i> (AAR), <i>cumulative average abnormal return</i> (CAAR)	- Berdasarkan uji beda <i>paired samples test</i> menunjukkan tidak ada perbedaan AAR dan CAAR sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah
10.	William Agung Wagiri (2013)	Pengaruh Dividend Yield, B/M (Book to Market) dan Earning Yield terhadap Harga Saham Perusahaan pada Sektor Aneka Industri Periode 2007-2011	<i>Book to market ratio</i> (X1), <i>dividend yield</i> (X2), <i>stock price</i> (Y)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Dividen yield</i> berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap harga saham</li> <li>- <i>Book to market ratio</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham.</li> </ul>
11.	Agista Kencana Sari (2014)	Perbedaan <i>return</i> saham sebelum dan sesudah penerbitan	<i>Sukuk Ijarah</i> (X) dan <i>Abnormal</i>	- Tidak ada perbedaan antara <i>abnormal return</i> sesudah dan sebelum

		obligasi syariah (sukuk) <i>ijarah</i> pada perusahaan yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah (DES)		pengumuman penerbitan sukuk - Tidak terdapat efek dari peristiwa pengumuman penerbitan obligasi syariah (sukuk) <i>ijarah</i> terhadap return saham di hari sekitar peristiwa pengumuman penerbitan obligasi syariah (sukuk) <i>ijarah</i> .
12.	Cut Fitrika Syawalina (2014)	Pengaruh Kepemilikan Institusional, <i>Price to Book Value</i> dan Ukuran Perusahaan terhadap <i>Return Saham</i> pada Perusahaan Manufaktur Sektor <i>Food and Beverages</i> yang Terdaftar di BEI	Kepemilikan institusional (X1), <i>price to book value</i> (X2), ukuran perusahaan (X3), <i>return</i> saham (Y)	- Secara simultan maupun parsial, kepemilikan institusional, <i>price to book value</i> , dan ukuran perusahaan memengaruhi <i>return</i> saham
13.	Vita Fatimatuzzahra dan Leo Herlambang (2014)	Reaksi Pasar Atas Penerbitan Sukuk (Studi pada Emiten Saham Penerbit Sukuk Periode 2008-2012)	<i>Average abnormal return</i> dan <i>trading volume activity</i>	- Terdapat <i>average abnormal return</i> selama periode pengamatan. - Terdapat perbedaan <i>trading volume activity</i> sebelum dan sesudah penerbitan sukuk selama periode pengamatan
14.	Anggi Dian Pratiwi (2015)	Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi	Pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi (X) dan <i>cumulative abnormal return</i> (CAR) dan <i>trading volume activity</i> (Y)	- Adanya pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi secara bersamaan tidak mempunyai perbedaan yang signifikan terhadap <i>Cumulative abnormal return</i> (CAR) dan <i>trading volume activity</i> (TVA)
15.	Ajeng Kartika Nur Afrianti, Nunung Nurhayati, dan Sri Fadilah (2015)	Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap <i>Cumulative Abnormal Return</i> di <i>Jakarta Islamic Index</i>	Penerbitan Sukuk (X) dan <i>Abnormal Return</i> (Y)	- Penerbitan sukuk berpengaruh terhadap <i>cumulative abnormal return</i>

16.	Siti Masumah (2015)	Pengaruh Pengumuman Penawaran Sukuk dan Obligasi serta Karakteristik Perusahaan terhadap Reaksi Pasar pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Ukuran penawaran sukuk dan obligasi, maturiti, rasio hutang, ukuran perusahaan, <i>rating</i> sukuk dan obligasi, dan reaksi pasar	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ukuran penawaran sukuk dan obligasi tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar</li> <li>- Maturiti tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar</li> <li>- Rasio hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar</li> <li>- Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar</li> <li>- <i>Rating</i> sukuk tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk, namun berpengaruh positif signifikan pada kelompok obligasi.</li> </ul>
17.	Sasi Romadanti dan Moh. Khoiruddin(2016)	Analisis Perbandingan Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk ( <i>Ijarah</i> dan <i>Mudharabah</i> ) dan Obligasi Konvensional	<i>Event study</i> dan <i>abnormal return</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Terdapat reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk <i>ijarah</i>.</li> <li>- Terdapat reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk <i>mudharabah</i>.</li> <li>- Terdapat reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional.</li> <li>- Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk <i>ijarah</i></li> <li>- Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk <i>mudharabah</i></li> <li>- Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi konvensional</li> </ul>

Sumber: Data diolah dari penelitian terdahulu, 2018

## 2.4. Kerangka Berpikir

### 2.4.1. Pengaruh Pengumuman Penerbitan Sukuk terhadap Reaksi Pasar

Sukuk merupakan salah satu instrumen pasar modal yang digunakan oleh perusahaan untuk mendapatkan dana jangka panjang. Sukuk berbeda dengan obligasi, sukuk merupakan penyertaan modal sedangkan obligasi merupakan surat utang (Khoiruddin & Romadanti, 2016). Pengumuman penerbitan sukuk dapat dilakukan di bursa efek. Investor membutuhkan informasi yang tepat dan akurat agar investor dapat memilih investasi yang akan memaksimalkan keuntungannya. Informasi tersebut dapat berupa pengumuman penerbitan sukuk yang dilakukan oleh perusahaan. Informasi tentang pengumuman penerbitan sukuk akan memberikan sinyal kepada para investor dalam pengambilan keputusan investasinya. Sinyal tersebut nantinya akan berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham di pasar modal, yang artinya bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman penerbitan sukuk. Reaksi pasar dapat diukur dengan menggunakan *cumulative average abnormal return*. Reaksi pasar dapat terjadi sebelum dan sesudah adanya pengumuman penerbitan sukuk. Apabila investor dalam menanggapi adanya pengumuman penerbitan sukuk dikelola secara cepat dalam keputusan investasinya maka investor akan mendapatkan *return* di atas rata-rata dan dapat dikatakan bahwa terjadi *abnormal return* atas pengumuman penerbitan sukuk (Romadanti & Khoiruddin, 2016).

Menurut Tandelilin (2010) pasar modal yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Konsep pasar yang efisien menyiratkan adanya suatu proses

penyesuaian harga sekuritas menuju keseimbangan baru sebagai respon atas informasi baru yang masuk ke pasar. Proses penyesuaian harga tidak harus berjalan dengan sempurna, tetapi yang dipentingkan adalah harga yang terbentuk tidak bias atau harga tersebut tidak mencerminkan nilai intrinsik dari sekuritas tersebut. Harga keseimbangan akan terbentuk setelah investor sudah sepenuhnya menilai dampak informasi tersebut.

Beberapa penelitian terdahulu (Cheng et al., 2005; Godlewski et al., 2011) menemukan bahwa penerbitan obligasi memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham. Akan tetapi, di beberapa negara lainnya (Kang et al., 1995; Ahmed et al., 2013), hasil penelitiannya menyatakan bahwa investor pasar saham merespon penerbitan obligasi sebagai berita baik (*good news*) yang dibuktikan dengan adanya imbal hasil (*return*) saham yang positif. Penelitian mengenai dampak penerbitan obligasi maupun sukuk terhadap *abnormal return* saham juga sudah pernah dilakukan di Indonesia. Primadani (2013) menemukan bahwa tidak ada perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk, sedangkan Ghoniyah et al., (2008) menemukan bahwa terdapat perbedaan reaksi pasar sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk.

#### **2.4.2. Pengaruh *Size* terhadap Reaksi Pasar**

Besar kecilnya kapitalisasi pasar perusahaan merupakan faktor risiko yang patut diperhitungkan dalam menghitung *abnormal return* saham. Kapitalisasi pasar diukur dengan menggunakan harga dikalikan jumlah saham yang beredar. Kapitalisasi pasar menunjukkan bahwa jumlah saham yang beredar akan selalu tetap sehingga sebuah ukuran perusahaan ditentukan melalui harga saham.

Kenaikan harga saham akan memberikan sinyal positif bagi investor karena investor akan mendapatkan *capital gain* dari kenaikan harga saham (Husein & Mahfud, 2015). Besar kecilnya perusahaan dapat memengaruhi kemampuan manajemen untuk mengoperasikan perusahaan dengan berbagai situasi dan kondisi yang dihadapinya (Masumah, 2015). Kemampuan pengelolaan perusahaan yang baik dapat meningkatkan *capital gain*.

*Size* dapat digunakan sebagai derajat asimetri informasi. Perusahaan besar lebih diperhatikan oleh analisis saham dan investor institusional. Dengan demikian *size* memiliki hubungan positif dengan *abnormal return* (Ashhari et al., 2009).

Hasil penelitian Ganerse & Suarjaya (2013) menyimpulkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar. Berkebalikan dengan penelitian yang dilakukan oleh Siregar (2015) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar, sedangkan penelitian Masumah (2015) menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar.

#### **2.4.3. Pengaruh *Leverage* terhadap Reaksi Pasar**

Salah satu pengukuran *leverage* adalah menggunakan DER. Rasio ini menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan perusahaan. Perusahaan biasanya menggunakan utang sebagai alternatif pendanaan operasional, sebesar 45,1% perusahaan lebih menyukai utang daripada sumber pendanaan lain (Yulianto et al., 2016). Semakin besar DER menunjukkan struktur permodalan usaha lebih

banyak memanfaatkan hutang. Perusahaan harus mempertimbangkan jumlah optimal utang untuk pendanaan perusahaan (Yanto & Muzzammil, 2016). Semakin tinggi DER menunjukkan struktur permodalan lebih banyak dibiayai oleh pinjaman sehingga ketergantungan perusahaan terhadap kreditur semakin meningkat. Peningkatan DER menyebabkan perusahaan kepada pihak luar (kreditur) juga semakin meningkat sehingga harapan tingkat kembalian (*return*) para pemegang saham semakin kecil, sebaliknya semakin kecil rasio ini menunjukkan semakin baik perusahaan tersebut, sehingga hal tersebut menyebabkan suatu saham menarik akibatnya harga saham menjadi naik (Astutik, 2005).

Siregar (2015) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar. Masumah (2015) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar. Berbeda dengan penelitian Cheng et al (2005) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar.

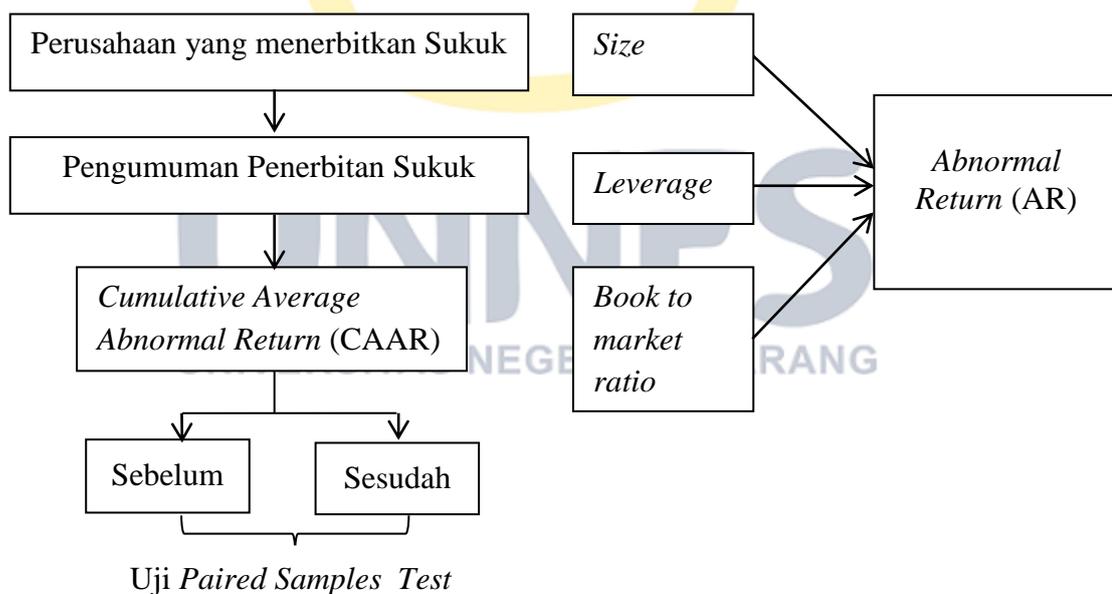
#### **2.4.4. Pengaruh *Book to Market Ratio* terhadap Reaksi Pasar.**

*Book to market ratio* merupakan rasio yang mencerminkan nilai pasar suatu saham. Rasio ini sangat populer dikalangan investor karena secara sederhana dapat menjelaskan apakah perusahaan dinilai *undervalue* (Darusman & Prasetiono, 2012). Darusman & Prasetiono (2012) menyatakan bahwa rasio *book to market* memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham dengan kata lain semakin tinggi rasio *book to market* suatu perusahaan maka semakin rendah *return* saham yang dihasilkan, begitu pula sebaliknya dimana perusahaan dengan rasio *book to market ratio* rendah memiliki tingkat *return* saham yang relatif lebih

tinggi. Nilai pasar yang tinggi menunjukkan bahwa saham tersebut dihargai lebih tinggi dari nilai bukunya, sedangkan jika harga saham diperdagangkan lebih rendah dari nilai buku per lembarnya maka ini menunjukkan saham perusahaan tersebut *undervalued*. Fama dan French (1992) juga menemukan bahwa saham dengan *book to market ratio* yang lebih kecil memiliki *return* yang lebih tinggi dibandingkan saham dengan *book to market ratio* yang relatif tinggi.

Hasil penelitian Cheng (2005) menyatakan bahwa *book to market ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar. Agung (2013) menyatakan bahwa *book to market ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar. Sedangkan, hasil penelitian Darusman & Prasetyono (2012) menyatakan bahwa *book to market ratio* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham.

Berdasarkan pada uraian di atas, maka kerangka berpikir dari penelitian ini dapat digambarkan paada gambar di bawah ini:



**Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran**

Sumber: Dikembangkan untuk keperluan penelitian, 2018

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini terdiri atas dua bagan. Bagan pertama menjelaskan pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar yang diukur menggunakan *cumulative average abnormal return*. Pasar bereaksi bukan hanya karena faktor tertentu saja, seperti pengumuman penerbitan sukuk, tetapi juga dipengaruhi faktor lain seperti karakteristik perusahaan. Bagan kedua menjelaskan pengaruh karakteristik perusahaan terhadap reaksi pasar. Karakteristik perusahaan tersebut antara lain *size*, *leverage*, dan *book to market ratio*, sedangkan reaksi pasar diukur menggunakan *abnormal return*.

## 2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang, tinjauan pustaka, dan kerangka berpikir yang telah dijelaskan, maka hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Hipotesis 1 : Terdapat perbedaan reaksi pasar antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk.
- Hipotesis 2 : *Size* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar.
- Hipotesis 3 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar.
- Hipotesis 4 : *Book to market ratio* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar.

## **BAB V**

### **PENUTUP**

#### **5.1. Simpulan**

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dipaparkan di atas, tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh pengumuman penerbitan sukuk, karakteristik perusahaan dan reaksi pasar. Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan di atas dapat disimpulkan bahwa:

1. Terdapat perbedaan reaksi pasar antara sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk.
1. *Size* tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar.
2. *Leverage* tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar.
3. *Book to market ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap reaksi pasar.

#### **5.2. Saran**

Berdasarkan hasil penelitian dan simpulan yang telah dikemukakan, maka saran yang dapat disampaikan peneliti adalah sebagai berikut:

1. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini hanya menggunakan *market adjusted model* dalam mengestimasi *return* ekspektasi. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya dapat menggunakan model lainnya seperti *mean adjusted model* dan *market model*. Peneliti selanjutnya juga dapat menggunakan ketiga model sehingga dapat dilihat perbedaan hasil perhitungan dari ketiga model tersebut. Peneliti juga dapat menambahkan variabel-variabel lain yang dapat memengaruhi reaksi pasar.

## 2. Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi bagi investor dalam mengambil keputusan investasi dengan melihat kegunaan atas suatu informasi pengumuman penerbitan sukuk dari suatu perusahaan. Seorang investor juga harus peka terhadap karakteristik perusahaan, yaitu *book to market* ratio karena dapat memengaruhi reaksi pasar.

## 3. Bagi Emiten

Perusahaan lebih memperhatikan ketepatan publikasi suatu informasi maupun laporan keuangan. Publikasi suatu informasi maupun laporan keuangan dengan akurat dan secara tepat waktu (lebih cepat) akan memberikan keuntungan/manfaat dalam mengambil keputusan bagi para pemakai publikasi informasi maupun laporan keuangan untuk mengetahui kinerja perusahaan yang berguna dalam pengambilan keputusan investasi. Publikasi yang lambat akan menimbulkan reaksi pemodal negatif terhadap perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- A'immah, Syarifatul., Suhadak., dan Raden Rustam Hidayat. 2015. Reaksi Abnormal Return dan Trading Volume Activity terhadap Ramadhan Effect (Studi pada Perusahaan Food and Beverages yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis*. 27(1):1.
- Afrianti, A. K. N., Nurhayati, N., dan Fadilah, S. 2015. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Cumulative Abnormal Return di Jakarta Islamic Index*. Proceedings Penelitian Civitas Akademia (Sosial dan Humaniora): 407-411.
- Agung, Wagiri, W. 2013. Pengaruh Dividend Yield, B/M (Book to Market) dan Earning Yield terhadap Harga Saham Perusahaan pada Sektor Aneka Industri Periode 2007-20011. *Calyptra*. 2(1): 1-27.
- Ahmad, Nursilah dan Sulistya Rusgianto. 2013. Information Content of Post-Crisis Sukuk Announcement in Malaysia. *Research in Contemporary Islamic Finance and Wealth Management*: 50-55.
- Ahmad, Nursilah dan Syazwani Abd Rahim. 2013. Sukuk Ijarah vs Sukuk Musyarakah: Investigating Post-Crisis Stock Market Reactions. *International Journal of Humanities and Management Sciences (IJHMS)*, 1 (1).
- Ainurrochma, Elyya dan Maswar Patuh Priyadi. 2016. Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Sukuk serta DER Perusahaan terhadap Reaksi Pasar. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 5 (12).
- Alfiani, Zeni. 2009. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Market Value, dan Firm size terhadap Abnormal Return Saham pada Perusahaan LQ 45 tahun 2004-2006. *Skripsi*. Surakarta: Universitas Sebelas Maret.
- Ang, R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Ashhari, Zariawati Mohd. Chun, Loo Sin. dan Nassir, Annuar. 2009. Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders Wealth. *International Journal of Business and Management*. 4(6).

- Astutik, E.P. 2005. Pengaruh Earning per Share, Price Earning Ratio, dan Debt to Equity Ratio terhadap Return Saham pada Perusahaan Properti yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Semarang: Universitas Negeri Semarang.
- Budiman, Agus. 2015. Analisis Perbandingan Average Abnormal Return dan Average Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pemilihan Umum Presiden dan Wakil Presiden Tahun 2009 dan 2014 (Studi pada Saham-Saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Dinamika Manajemen*. 4 (2).
- Bursa Efek Indonesia. 2018. Tersedia pada from [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (2 Januari 2018).
- Cheng, Wei., Visaltanachoti, N., dan Kesayan P. 2005. A Stock Reaction Following Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan. *International Journal of Business*.10(4).
- Darusman, Dery, dan Prasetiono Prasetiono. 2012. Analisis Pengaruh Firm Size, Book to Market Ratio, Price Earning Ratio, dan Momentum terhadap Return Portofolio Saham. *Disertasi*. Semarang: Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
- Eveline, Debby Gabriella dan Lailatul Amanah. 2017. Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Kebijakan Dividen, dan Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 6(2).
- Faizati, Evy Rochfa & M. Khoiruddin. 2014. Reaksi Pasar terhadap Dividend Announcement Perusahaan yang Sahamnya Masuk Daftar Efek Syariah. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 5 (2): 209-219.
- Fama, Eugene F, dan French, Keneth R. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*. XLVII (2): 427-465.
- FatimatuZahra, Vita dan Leo Herlambang. 2014. Reaksi Pasar atas Penerbitan Sukuk (Studi Pada Emiten Saham Penerbit Sukuk Periode 2008-2012). *JESTT*. 1(5): 363-378.
- Ganerse, I. M. B., dan Anak Agung Gede Suarjaya. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham Perusahaan F&B. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. 1620-1632.
- Ghonyah, Nunung., Mutamimah dan Jenar Widayati. 2008. *Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pengumuman Obligasi Syariah*, SNA XI tanggal 23-24 Juli 2008.

- Ghozali, I., & Dwi Ratmono. 2013. *Analisis Multivariat dan Ekonometrika (Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 8)*. Semarang: Badan Penerbit UNDIP.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Edisi 5. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Godlewski, Christophe J., Rima Turk-Ariss, dan Laurent Weill. 2011. Do Markets Perceive Sukuk and Conventional Bonds as Different Financing Instruments? *Institute for Economies in Transition*: 1-33.
- Gujarati, D.N. dan Dawn C. Porter. 2006. *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Erlangga.
- Gumanti, Tatang dan Elok Sri Utami. 2002. Bentuk Pasar Efisien dan Pengujiannya. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.4(1): Hal.54-68..
- Hatmoko, Fandi Widhi. 2016. *Analisis Pengaruh Arus Kas, Leverage dan Firm Size terhadap Abnormal Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi. Yogyakarta: UNY.
- Horne, James C. Van, and John M. Wachowicz. 1998. *Fundamental Finance Management*.
- Husein, F., dan M.K. Mahfud. 2015. Analisis Pengaruh Distress Risk, Firm Size, Book to Market Ratio, Return on Assets, Debt to Equity Ratio terhadap Return Saham (Studi pada Perusahaan yang Tergabung dalam Indeks LQ-45 yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2013). *Doctoral dissertation*. Semarang: Fakultas Ekonomika dan Bisnis Undip.
- Ibrahim, Yusnidah dan Mohd Sobri Minai. 2009. Islamic Bonds and The Wealth Effects: Evidence from Malaysia. *Investment Management and Financial Innovations*. 6 (1).
- Jogiyanto H. M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi ketiga. Yogyakarta: BPF.
- Jogiyanto H. M. 2010. *Studi Peristiwa: Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPF.
- Jogiyanto, Hartono. 2005. *Pasar Efisien secara Keputusan*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Kang, J.K., Y.C. Kim, K.J. Park dan R.M. Stulz. 1995. An Analysis of The Wealth Effects of Japanese Offshore Dollar-Denominated Convertible and

- Warrant Bond Issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 30: 257-270.
- Masumah, Siti. 2015. Pengaruh Pengumuman Penawaran Sukuk dan Obligasi serta Karakteristik Perusahaan terhadap Reaksi Pasar pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Akuntabel*. 5(2).
- Millen, M., Michael, J. T., and Karen Hunt-Ahmed. 2013. Sukuk and The Islamic Capital Markets: An Introduction. *Contemporary Islamic Finance: Innovations, Applications, and Best Practices*: 165-187.
- Ningsih, Ervina Ratna dan Dwi Cahyaningdyah. 2014. Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pengumuman Kenaikan Harga BBM 22 Juni 2013. *Management Analysis Journal*.
- Oktavilia, Shanty, Fafurida, & Moh. Khoiruddin. 2017. Mappings Industry as the Strategy for Enhancing Competitiveness of Industry in Semarang Regency. *Advanced Science Letters*. 23(8): 7131-7134.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2018. Tersedia pada from [www.ojk.co.id](http://www.ojk.co.id) (10 Januari 2018).
- Pratama, Mochamad Rizki. 2013. Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Survey terhadap Perusahaan-Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah dan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Selama Tahun 2011). *Skripsi*. Bandung: Universitas Widyatama.
- Pratiwi, Anggi Dian. 2015. Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi. *Jurnal Manajemen*. 2 (1).
- Primadani, Resi. 2013. Reaksi Pasar Saham terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*. 1 (57).
- Riyosaputra, Muhamad dan M. Khoiruddin. 2016. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk. *Management Analysis Journal*. 4 (1).
- Romadanti, Sasi dan M. Khoiruddin. 2016. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk Ijarah. *Management Analysis Journal*.
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.

- Sari, Agista Kencana. 2014. Perbedaan Return Saham Sebelum dan Sesudah Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Ijarah pada Perusahaan yang Tergabung dalam Daftar Efek Syariah (DES). *EKBISI*. IX(1): 35-42.
- Siregar, Muhammad Ivan Chasera, dan Deannes Isyuardhana. 2015. *Pengaruh Corporate Governance Perception Index, Leverage dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham (Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013)*. eProceedings of Management. 2(3).
- Soejono, Fransiska. 2017. Market Reaction to Indonesia Golden Ring Award. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 8(2): 233-244.
- Song, J. Y., Susan, W., & Rui, W. 2015. Market Orientation and Innovation Performance: The Moderating Roles of Firm Ownership Structures. *International Journal of Research in Marketing*, 32(3), 319–331. <https://doi.org/10.1016/j.ijresmar.2015.03.005>.
- Spence, J.T., Helmreich, R. and Stapp, J. 1973. A Short Version of The Attitudes toward Women Scale (AWS). *Bulletin of the Psychonomic Society*. 2(4): 219-220.
- Srianingsih dan M. Khoiruddin. 2015. Pengaruh Pengumuman Peringkat Sukuk terhadap Reaksi Pasar. *Management Analysis Journal*. 4 (2).
- Sugiyono, P. 2015. *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D)*. Bandung: Alfabeta.
- Syawalina, Cut Fitrika. 2015. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Price to Book Value dan Ukuran Perusahaan terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur Sektor Food and Beverages yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi Muhammadiyah*. 5(1).
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tastaftiani dan M. Khoiruddin. 2015. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai terhadap Abnormal Return dan Variabilitas Tingkat Keuntungan Saham. *Management Analysis Journal*. 4. (4).

- Thaler, R.H. 1987. Anomalies: The January Effect. *Journal of Economic Perspectives*, 1(1): 197-201.
- Trihendradi, C. 2013. *Langkah mudah menguasai SPSS 21*. Yogyakarta: CV Andi Offset.
- Wahid, Nazaruddin Abdul. 2010. Sukuk: Memahami & Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah. *Ar-Ruzz Media*.
- Yahoo Finance Indonesia. 2018. *Historical Price*. Tersedia pada <http://www.finance.yahoo.com>. (15 Februari 2018).
- Yalcin, K.C. 2010. Market rationality: Efficient Market Hypothesis Versus Market Anomalies. *European Journal of Economic and Political Studies*. 3(2): 23-38.
- Yanto, Heri dan Bonathan Sabila Muzzammil. 2016. A Long Way to Implement Environmental Reporting in Indonesian Companies. *Ijaber*. 14(10): 6493-6514.
- Yulianto, Arief., Dedy Aji Suseno., dan Widiyanto Widiyanto. 2016. Testing Pecking Order Theory and Trade Off Theory Models in Public Companies in Indonesia. *International Journal of Economic Perspectives*. 10(4): 21-28.
- Zaqui, Mochamad. 2006. Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Peristiwa-Peristiwa Ekonomi dan Peristiwa-peristiwa Sosial-Politik Dalam Negeri (Studi Kasus Saham LQ-45 di Bursa Efek Jakarta Periode 1999-2003). *Thesis*. Semarang: Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Zubair, Muhamad Kamal. 2012. Obligasi dan Sukuk dalam Perspektif Keuangan Islam (Suatu Kajian Perbandingan). *Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum*. 46 (1).